

【宏观专题】

财政预算的四个信号

今年赤字率和新增专项债额度安排均略高于此前市场预期,使财政积极程度看似超预期。然而根据今年预算草案表述,财政力度“退坡”意味仍浓。怎么解释市场预期和财政研判之间的鸿沟?我们从预算中观察到了四个清晰的信号:

❖ 一、2021年财政总基调:“收多支少,休养生息”

(一)“收多支少”是今年预算的基本特征

如何理解预算草案中的“实际可用的财力总量增幅较低”?我们理解就是实际能支出的增量较少,量化体现即为今年的支出增速安排创新低。同时收入预计增速较高,“收多支少”勾勒了2021年财政“休养生息”的整体格局。

(二)收入赤字双高,支出增速为何新低?

一般公共预算支出由一般公共预算收入、调入资金及使用结转结余、赤字三部分构成。今年主要是调入资金及使用结转结余降幅较大,拖累支出。

(三)去年的“剩钱”用上了吗?

市场此前担心的2020年财政“剩钱”规模虽大,但其中可用于下年支出的部分已被考虑在今年调入资金及使用结转结余的安排中,未转化为强支出安排。

❖ 二、税收的信号:今年政府对经济的假设偏保守

经济决定税收,税收反映经济,税收收入预算安排可以反过来预判经济形势。

(一)整体增速信号:名义GDP下限或约10%,政府经济假设偏保守

从往年经验看,财政预测税收收入基于的经济假设偏谨慎,因此税收收入预计增速可以视作名义GDP的下限。今年税收收入预计增长10%,意味着名义GDP增速的下限或约10%。以今年赤字规模和赤字率倒算的名义GDP增速目标为9.8%,在10%下限附近,也证明政府对今年经济的假设是偏保守的。

(二)分项增速信号:经济态势强,外贸更乐观

四大主要税种今年均预计双位数增长,外贸相关税种增速预计明显更高。

❖ 三、支出的信号:基建支出承压

支出增速安排这么低,哪个支出分项在受挤压?我们判断是基建支出。

(一)一本账支出信号:倾斜民生,挤压基建

今年一本账支出安排仍向民生倾斜,基建支出接近零增长,近年来基建支出增速安排已持续低于民生和整体支出。基建支出承压另有两条佐证:一是预计完成交通固定资产投资规模降约3000亿。二是中央预算内投资仅增100亿。

(二)新增专项债信号:主投在建,用途泛化

今年3.65万亿的新增限额仅较去年降低1000亿,支持力度看似仍在。但从主投在建项目和用于基建比例或下降这两点看,对基建的拉动可能不会太强。

❖ 四、转移支付的信号:省级下沉,支出更“碎”

被市场普遍忽略的转移支付信号不仅能进一步解释今年支出增速究竟“低”在了哪级财政,还对“十四五”期间各级财权的演变方向作出了关键指引。

(一)支出增速“低”在中央还是地方?

看似在中央,实则在地。中央对地方转移支付接近零增长导致的地方支出增速偏低,才是今年整体支出增速安排较低的主因。

(二)地方支出增速“低”在省级还是市县级?有什么影响?

在省级,意味着市县级支出仍有保障,但支出整体上会被切的更“碎”。直达资金常态化机制的建立,或意味着省级财政的财权更多由中央财政“上收”并下沉安排给市县基层,财政支出更“碎”、更偏基本民生正成为长期趋势。

❖ 风险提示:

财政收支超预期,新增专项债投向超预期。

华创证券研究所

证券分析师:张瑜

电话:010-66500918

邮箱:zhangyu3@hcyjs.com

执业编号:S0360518090001

联系人:高拓

电话:010-66500987

邮箱:gaotuo1@hcyjs.com

相关研究报告

《【华创宏观】美国金融市场的风险、演化与溢出效应——全球央行双周志第24期》

2021-03-14

《【华创宏观】1.9万亿救济计划落地,钱会花在哪?》

2021-03-14

《【华创宏观】中国经济聚哪儿?——大国国情系列一》

2021-03-15

《【华创宏观】美联储为何不干预美债市场?——3月FOMC会议点评》

2021-03-18

《【华创宏观】“碳”究竟——碳中和入门核心词典&迈开碳中和的脚步系列三》

2021-03-19

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

投资主题

报告亮点

从市场预期和财政研判的分歧入手，勾勒 2021 年财政预算“休养生息”的整体格局，并从税收反映的经济形势、支出反映的承压分项以及市场普遍忽略的转移支付分别展开，清晰阐述今年财政预算的四个信号。

投资逻辑

首先，由今年预算支出增速创新低，而收入增速较高的“收多支少”格局判断“休养生息”为 2021 年财政总基调。其次，从收入端看，整体税收收入增速预算表明今年名义 GDP 下限或约 10%，政府经济假设偏保守。分项税收增速预算表明今年经济态势强，外贸更乐观。再次，从支出端看，一本账支出传递了“倾斜民生，挤压基建”的信号，新增专项债传达了“主投在建，用途泛化”的信号。最后，转移支付的信号表明今年支出增速“低”在省级，意味着市县级支出仍有保障，但支出整体上会被切的更“碎”、更偏基本民生。

目 录

一、2021 年财政总基调：“收多支少，休养生息”.....	5
（一）“收多支少”是今年预算的基本特征.....	5
（二）收入赤字双高，支出增速为何新低？	5
（三）去年的“剩钱”用上了吗？	5
二、税收的信号：今年政府对经济的假设偏保守	6
（一）整体增速信号：名义 GDP 下限或约 10%，政府经济假设偏保守	6
（二）分项增速信号：经济态势强，外贸更乐观	7
三、支出的信号：基建支出承压	8
（一）一本账支出信号：倾斜民生，挤压基建	8
（二）新增专项债信号：主投在建，用途泛化	8
四、转移支付的信号：省级下沉，支出更“碎”	10
（一）支出增速“低”在中央还是地方？	10
（二）地方支出增速“低”在省级还是市县级？有什么影响？	11

图表目录

图表 1	今年财政支出增速仅安排 1.8%，历史新低.....	5
图表 2	预计广义财政支出增速 2.1~4.9%，历史新低.....	5
图表 3	政府债券缓退坡，主要是特别国债不再发行	6
图表 4	调入资金及使用结转结余降幅较大，拖累支出	6
图表 5	去年一本账结余近 0.5 万亿，2011 年来新高	6
图表 6	去年二本账结余可供今年使用部分可达 2 万亿	6
图表 7	今年 10% 的税收收入预计增速可视作名义 GDP 增速的下限	7
图表 8	四大主要税种和外贸相关税种预计增速较高	7
图表 9	税收和主要税种预算完成误差较小，可信度高	7
图表 10	外贸相关税种预算完成误差多在 10% 以内	8
图表 11	土地和房地产相关税种预算完成误差较大	8
图表 12	今年一本账支出安排仍向民生支出倾斜	9
图表 13	城乡社区支出不再明显压降，但也缺乏增量	9
图表 14	基建支出增速安排持续低于民生和整体支出	9
图表 15	基建支出预算完成误差相对较大	9
图表 16	预计完成交通固定资产投资同比降约 3000 亿	10
图表 17	中央预算内投资规模仅比去年增长 100 亿	10
图表 18	今年中央对地方转移支付接近零增长	11
图表 19	转移支付增量“缺席”，拖累支出增速安排	11
图表 20	2021 年直达资金占比转移支付明显上升	12
图表 21	直达资金下沉市县基层，多用于保基本民生	12

今年赤字率拟按 3.2% 左右安排，新增专项债限额安排 3.65 万亿，均略高于此前市场预期，使财政积极程度看似超预期。然而，《关于 2020 年中央和地方预算执行情况与 2021 年中央和地方预算草案的报告》（下称“预算草案”）在分析 2021 年财政收支形势时指出：“由于新增财政赤字、动用历年结转结余资金等一次性措施增加的收入大幅减少，不再发行抗疫特别国债，实际可用的财力总量增幅较低”，显示 2021 年财政“退坡”意味仍浓。怎么解释市场预期和财政研判之间的鸿沟？我们从 2021 年财政预算中观察到了四个清晰的信号：

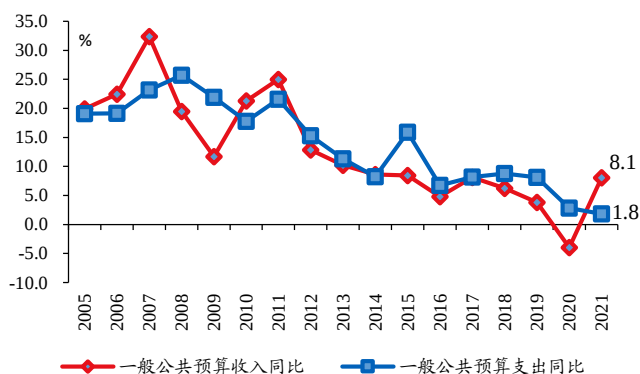
一、2021 年财政总基调：“收多支少，休养生息”

（一）“收多支少”是今年预算的基本特征

如何理解预算草案中的“实际可用的财力总量增幅较低”？我们理解就是实际能支出的增量较少，量化体现即为今年的支出增速安排创新低：2021 年全国一般公共预算（“一本账”）支出安排 250120 亿元，增长 1.8%，增速创历史新低。若合并一般公共预算和政府性基金预算（“二本账”）支出考量，我们估算 2021 年广义财政支出增速约 2.1%~4.9%，也为历史新低，较去年的 10.1% 降幅过半。

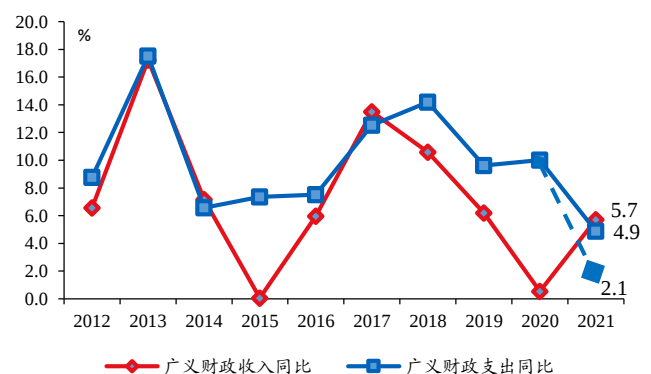
与此同时，2021 年一般公共预算收入预计增长 8.1%，广义财政收入预计增长 5.7%，分别为 2014、2017 年来首次超过支出增速——“收多支少”勾勒了 2021 年财政“休养生息”的整体格局。

图表 1 今年财政支出增速仅安排 1.8%，历史新低



资料来源：Wind，华创证券，2021 年为预算值

图表 2 预计广义财政支出增速 2.1~4.9%，历史新低



资料来源：Wind，华创证券，2021 年为预算值

（二）收入赤字双高，支出增速为何新低？

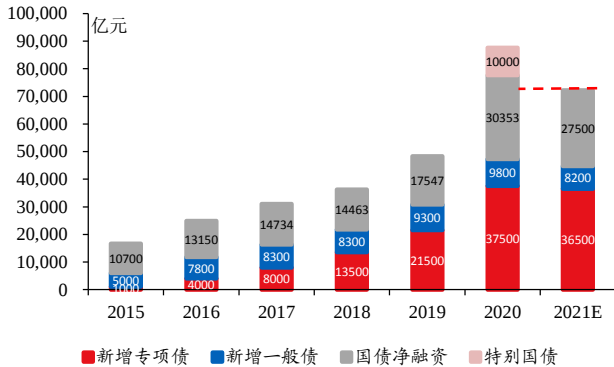
既然收入增幅可观，赤字率安排也超预期，为何支出增速创新低？一般公共预算支出由一般公共预算收入、调入资金及使用结转结余、赤字三部分构成，调入资金及使用结转结余即为一般公共预算当年从其他账本调入资金和使用存量资金。根据 2021 年预算安排，一般公共预算收入预计较去年增加 14755 亿，赤字仅较去年降低 1900 亿，但预计调入资金及使用结转结余仅 16770 亿（中央 1935 亿、地方 14835 亿），较去年下降 9363 亿，是拖累支出增速的主因。

（三）去年的“剩钱”用上了吗？

需要指出的是，市场此前担心的 2020 年财政“剩钱”——一本账约 0.5 万亿的结余资金

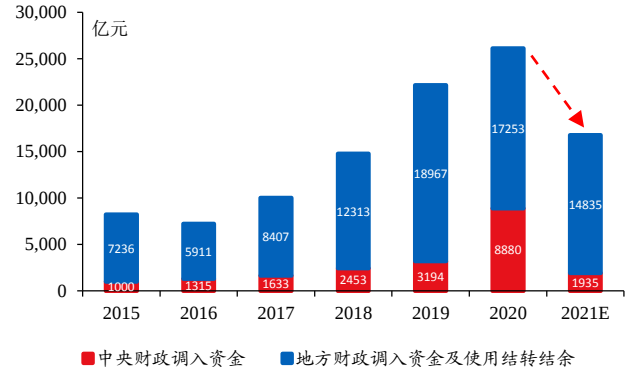
和二本账约 2 万亿“收入大于支出”规模虽大，但其中可用于下年支出的部分已被考虑在今年调入资金及使用结转结余的安排中，表明 2020 年财政“剩钱”多用于平衡收支或为未来困难情况预留，并未转化为 2021 年强支出安排。

图表 3 政府债券缓退坡，主要是特别国债不再发行



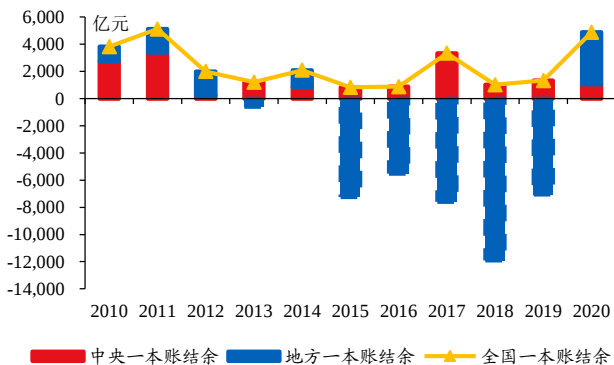
资料来源: Wind, 华创证券

图表 4 调入资金及使用结转结余降幅较大，拖累支出



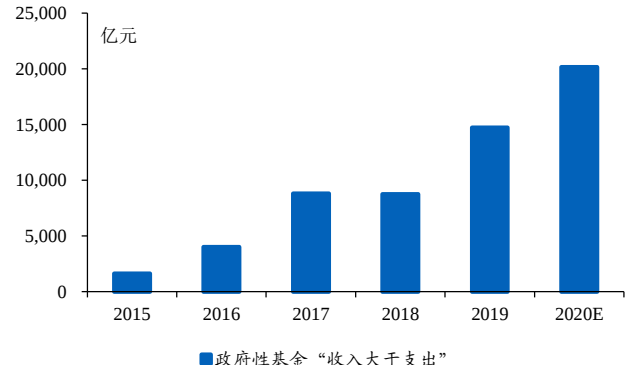
资料来源: Wind, 华创证券

图表 5 去年一本账结余近 0.5 万亿，2011 年来新高



资料来源: Wind, 华创证券, 虚线年份仅中央补充预算稳定调节基金

图表 6 去年二本账结余可供今年使用部分可达 2 万亿



资料来源: Wind, 华创证券, 政府性基金“收入大于支出”包括调入一般公共预算资金和结转下年支出两部分

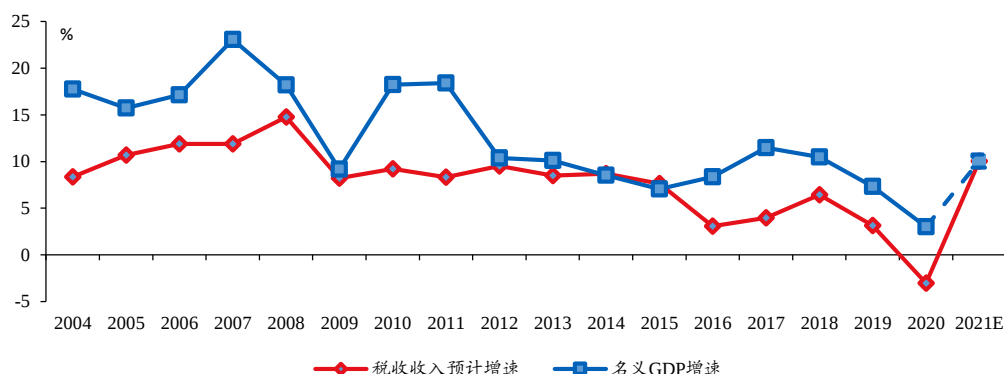
二、税收的信号：今年政府对经济的假设偏保守

从收入端来看，经济决定税收，税收反映经济，税收收入的预算安排可以反过来预判经济形势。

(一) 整体增速信号：名义 GDP 下限或约 10%，政府经济假设偏保守

从往年经验看，财政预测税收收入基于的经济假设偏谨慎，因此税收收入预计增速可以视作名义 GDP 的下限。今年税收收入预计增长 10%，意味着名义 GDP 增速的下限或约 10%——近二十年来，税收收入预计增速只在 2014、2015 两年微幅超过名义 GDP 增速，其他年份均低于名义 GDP 增速。“十三五”以来大规模减税降费的推进，使税收收入预计增速明显低于名义 GDP 增速。以今年两会公布的赤字规模和赤字率倒算的名义 GDP 增速目标为 9.8%，在 10% 下限附近，也证明政府对今年经济的假设是偏保守的。

图表 7 今年 10% 的税收收入预计增速可视为名义 GDP 增速的下限



资料来源: Wind, 华创证券

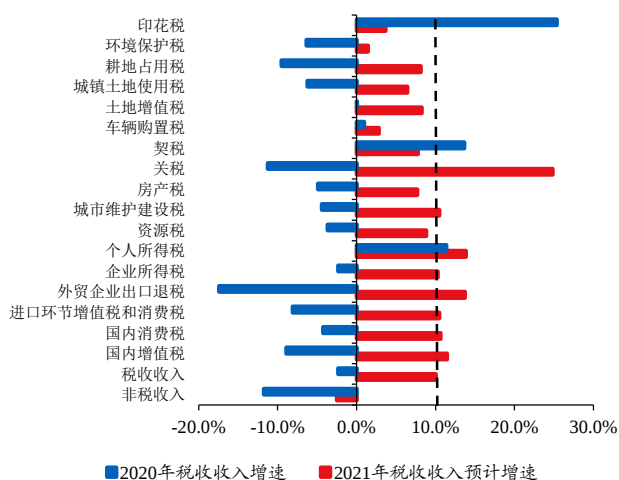
(二) 分项增速信号: 经济态势强, 外贸更乐观

从税收分项增速来看, 经济恢复性增长态势较强, 外贸形势更乐观: 四大主要税种今年均预计双位数增长, 外贸相关税种增速预计明显更高 (关税预计增长 24.8%, 出口退税预计增长 13.8%), 土地相关税种预计增速则相对较低。

这里需要回答的是预算和实际执行情况是否差异较大? 通过通常年份 (2020 年扰动较大, 取 2015~2019 年) 各项税收收入的预算完成度 (实际执行数/预算数) 进行检验:

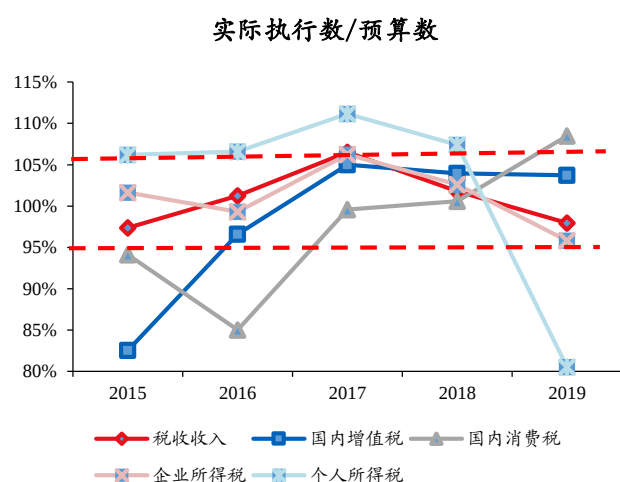
税收收入整体和四项主要税种的预算完成误差较小 (多在 5% 以内), 预算可信度相对较高; 外贸相关税种预算完成误差多在 10% 以内, 考虑到今年预计增速极高 (关税、出口退税实际增速即便减去 10% 也有近 15%、近 5%), 预算对外贸形势的乐观预计仍有参考意义; 土地相关税种预算完成误差相对较高, 今年预计低增的参考价值相对较小, 车辆购置税、印花税也是同理。

图表 8 四大主要税种和外贸相关税种预计增速较高



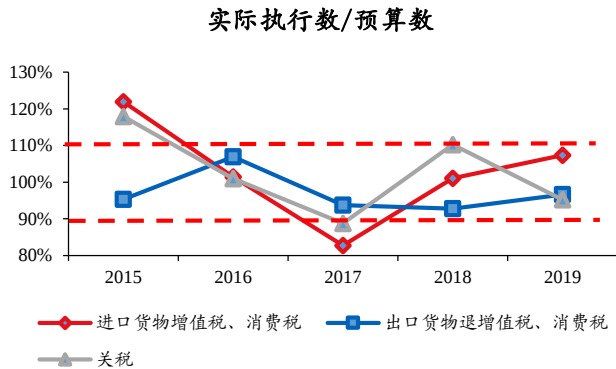
资料来源: 财政部, 华创证券

图表 9 税收和主要税种预算完成误差较小, 可信度高



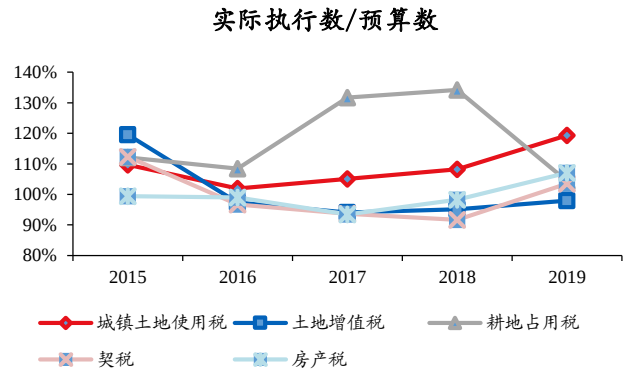
资料来源: Wind, 华创证券

图表 10 外贸相关税种预算完成误差多在 10% 以内



资料来源: Wind, 华创证券

图表 11 土地和房地产相关税种预算完成误差较大



资料来源: Wind, 华创证券

三、支出的信号：基建支出承压

从支出端来看，支出增速安排这么低，哪个支出分项在受挤压？我们判断是基建支出。

（一）一本账支出信号：倾斜民生，挤压基建

从一般公共预算支出的分项安排看，仍向民生支出倾斜，基建支出接近零增长。民生支出中，社保就业支出在高基数上继续安排高增（5.9%），科学技术安排恢复正增长、农林水（包括扶贫支出）、教育支出安排增速超去年实际增速，卫生健康支出则随疫情防控形势转好安排负增长。基建支出中，地方主导的城乡社区支出今年不再明显压降，但也缺乏增量，0.5%的增速安排仍低于整体；中央主导的交通运输支出自 2018 年来首次安排负增长（-1.6%），两项基建支出合计约安排零增长——我们注意到近年来基建支出增速安排持续低于民生和整体支出，显示在“资金用在刀刃上”要求下，偏低的基建支出增速安排已成常态。

由于城乡社区、交通运输两项基建支出的预算执行误差相对较大，基建支出承压仍需其他佐证，目前较具代表性的有两条：一是今年交通运输部公布的预计完成交通固定资产投资规模仅 2.4 万亿，较去年降约 3000 亿。二是发改委公布的中央预算内投资今年为 6100 亿，仅较去年增长 100 亿。

（二）新增专项债信号：主投在建，用途泛化

从新增专项债安排看，根据政府工作报告，今年 3.65 万亿新增专项债“优先支持在建工程，合理扩大使用范围”。3.65 万亿的新增限额仅较去年降低 1000 亿，支持力度看似仍在，但从投向结构看，对基建的拉动可能不会太强，从两个方面看：

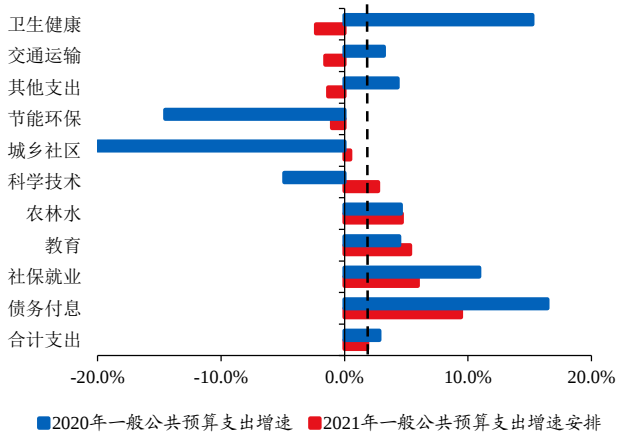
第一，我们理解“优先支持在建工程”是对去年新增专项债主投在建项目的惯性延续。我们估算 2020 年新增专项债超 6 成用于在建项目（2019 年不超过 4 成），今年新增专项债项目投向大概率延续该格局，而在建项目对投资的拉动要小于新开工项目。

第二，我们理解“合理扩大使用范围”既包括老旧小区改造等“新领域”，也包括棚改、土储等“旧领域”，总体意味着专项债用途泛化、投向基建比重或有下降。根据今年 2 月初下发的《关于梳理 2021 年新增专项债券项目资金需求的通知》，2021 年新增专项债全年可投棚改和用于租赁住房建设的土储项目，而 2020 年新增专项债超 7 成的主要原因是下半年才可用于棚改在建项目，全年不可用于土储项目。参考 2019 年新增专项债投

向土储、棚改比重较大（合计约 75%），2021 年新增专项债投向基建比例或有下滑。

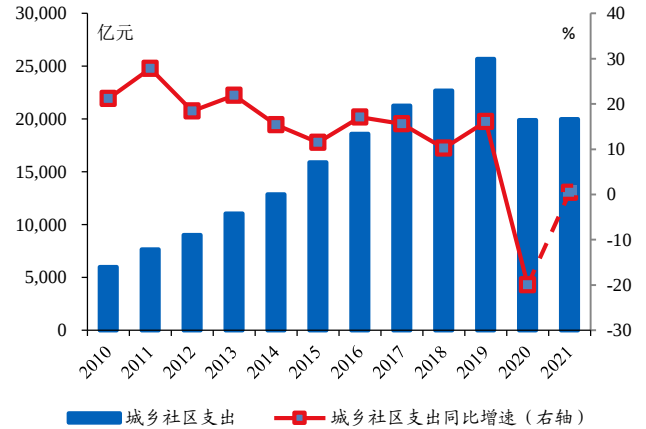
结合对一本账和新增专项债基建支出的判断，我们认为今年国家预算内资金支持基建的增量将极为有限。

图表 12 今年一本账支出安排仍向民生支出倾斜



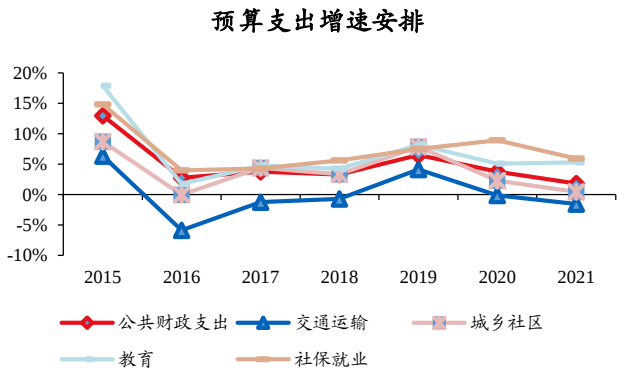
资料来源：财政部，华创证券

图表 13 城乡社区支出不再明显压降，但也缺乏增量



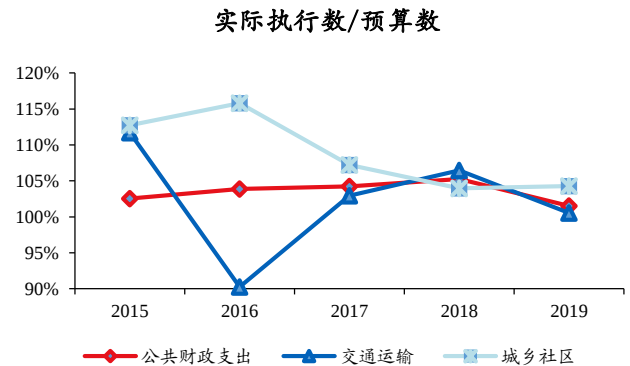
资料来源：财政部，华创证券，2021 年为预算值

图表 14 基建支出增速安排持续低于民生和整体支出



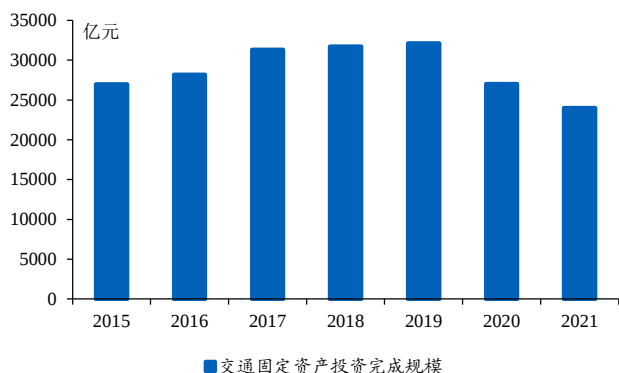
资料来源：Wind，华创证券

图表 15 基建支出预算完成误差相对较大



资料来源：Wind，华创证券

图表 16 预计完成交通固定资产投资同比降约 3000 亿



资料来源：交通运输部，2020~2021 年为预期目标，2015~2019 年为实际规模

图表 17 中央预算内投资规模仅比去年增长 100 亿



资料来源：发改委，华创证券

四、转移支付的信号：省级下沉，支出更“碎”

一个被市场普遍忽略、但我们理解对今年乃至“十四五”期间财政政策都至关重要的信号来自转移支付——不仅能进一步解释今年支出增速究竟“低”在了哪级财政，还对“十四五”期间各级财权的演变方向作出了关键指引。

(一) 支出增速“低”在中央还是地方？

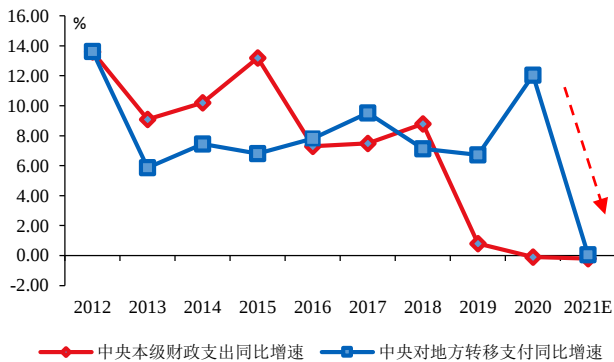
支出增速“低”在中央还是地方？看似在中央，实则在地方：

全国一般公共预算支出=中央本级支出+中央对地方转移支付+地方本级支出，今年中央本级支出连续第二年安排负增长（-0.2%），看似是支出增速的主要拖累。但中央本级支出体量较小，仅占中央财政支出不到 3 成（占全国支出不到 15%），对整体支出影响有限。而中央对地方转移支付占中央财政支出逾 7 成，潜在影响较大。

对此，预算草案表述为“...增加中央对地方转移支付规模。在实际新增财力有限的情况下，中央财政压减本级、调整结构，增加对地方转移支付规模。对地方转移支付安排 83370 亿元，比 2020 年略有增加”。略有增加是多少？实际上只增加了 54.7 亿，接近零增长。

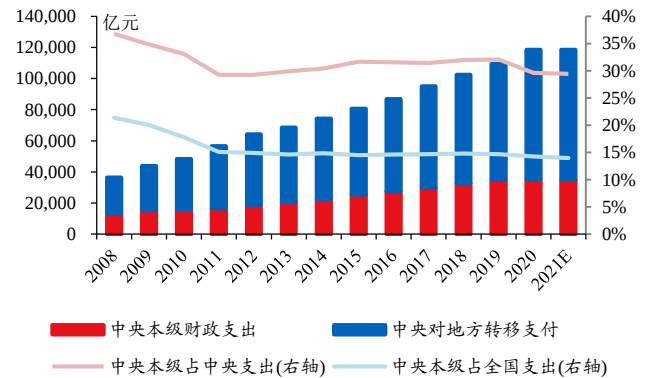
中央对地方转支付增量的“缺席”，将在多大程度上影响地方乃至全国的支出增速？去年中央对地方转移支付增速达到 12%，较 2019 年增量近 0.9 万亿，若今年中央对地方转移支付增速仍保持 12%，地方一般公共预算支出增速安排将由 1.9% 提升至 6.7%，明显高于去年实际执行的 3.3%，全国支出增速安排也将由 1.8% 提升至 5.9%，明显高于去年实际执行的 2.8%。因此，中央对地方转移支付接近零增长导致的地方支出增速偏低，才是今年整体支出增速安排较低的主因。

图表 18 今年中央对地方转移支付接近零增长



资料来源: Wind, 华创证券, 注: 为保持前后口径一致, 2019 年前中央对地方转移支付计入对地方税收返还

图表 19 转移支付增量“缺席”，拖累支出增速安排



资料来源: Wind, 华创证券, 2021 年为预算值

(二) 地方支出增速“低”在省级还是市县级？有什么影响？

再进一步，地方支出增速“低”在省级还是市县级？我们判断在省级；有什么影响？市县级支出仍有保障，但支出整体上会被切的更“碎”。主要从中央直达资金角度观察：

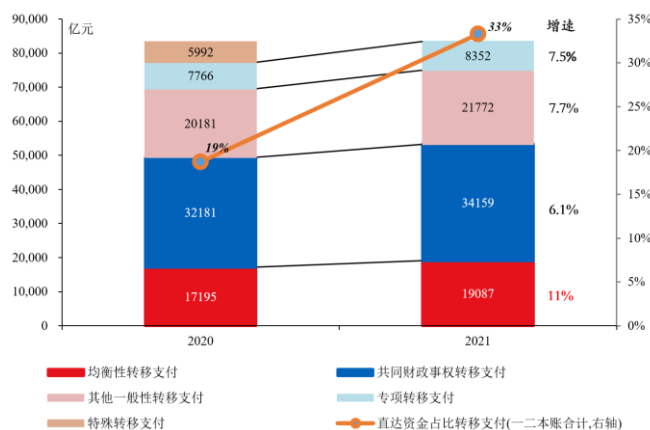
2020 年财政政策的一大增量是中央直达资金（省级不截留，直达市县基层），极大提高了财政资金惠企利民的效率。据《2020 年中国财政政策执行情况报告》介绍，“仅用 20 天时间，就将 95% 的中央直达资金下达市县基层，省级财政细化下达时间平均只有 1 周，速度前所未有”。2021 年政府工作报告对中央直达资金的表述为“建立常态化财政资金直达机制并扩大范围，将 2.8 万亿元中央财政资金纳入直达机制、规模明显大于去年，为市县基层惠企利民提供更加及时有力的财力支持”。据预算草案，中央财政直达资金范围扩大后，将“基本实现中央财政民生补助资金全覆盖”。

从中央直达资金的预算性质来看，去年 1.7 万亿中央直达资金主要是新增财政赤字和抗疫特别国债资金，其中 0.7 万亿抗疫特别国债通过政府性基金转移支付，1 万亿通过一般公共预算转移支付。今年由于抗疫特别国债不再发行，财政直达资金的主要来源回归一般公共预算转移支付，预算草案的对应表述为“不再实行特殊转移支付，回归执行正常转移支付制度”。

从直达资金涉及的中央财政资金规模来看，2.8 万亿比去年高 1.1 万亿，占比一、二本账合计转移支付的比重由 19% 上升至 33%。由于今年中央对地方转移支付接近零增长，这意味着中央转移支付资金加速向市县基层倾斜，省级财政继去年当“过路财神”后，今年财权继续下沉。今年 83370 亿中央对地方转移支付中，不规定具体用途的均衡性转移支付安排 19087 亿，增幅达 11%，县级基本财力保障机制奖补资金安排 3379 亿，增幅达 13.4%，均明显高于中央对地方转移支付增速（剔除特殊转移支付后 7.8%）。预计各省级财政对应安排的均衡性转移支付和县级基本财力保障补助资金增幅也将较大。

我们认为，直达资金常态化机制的建立，或意味着“十四五”或更长时期内，省级财政将持续承压——财权更多由中央财政“上收”并下沉安排给市县基层。财政支出更“碎”、更偏基本民生正成为长期趋势。

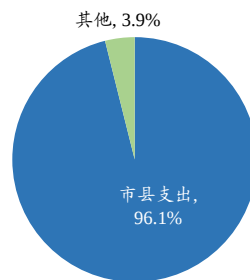
图表 20 2021 年直达资金占比转移支付明显上升



资料来源: 财政部, 2021 年为预算值

图表 21 直达资金下沉市县基层, 多用于保基本民生

2020 年中央财政直达资金支出占比



资料来源: 财政部, 华创证券, 数据截至 2020 年 10 月底

宏观组团队介绍

组长、首席分析师：张瑜

中国人民大学经济学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围。

研究员：杨轶婷

香港大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

分析师：陆银波

中国人民大学经济学硕士，CPA。曾任职于中信证券。2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

研究员：高拓

CFA，加拿大麦克马斯特大学金融学硕士。2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

研究员：殷雯卿

中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

助理研究员：付春生

中国人民大学金融硕士，2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522